From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所　**佐藤　潤宜**

―連載（第38回）―

SPACを取り巻く情報開示に関する強化規則案の概要

1．はじめに

米国においてSPACの上場制度は1990年代から存在していたが、2020年以降、新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済対策等を目的とした量的緩和策による市中へのマネー供給拡大も後押しとなり、成長企業への投資機会を求めて需要が急拡大した。とりわけ、2021年には米国におけるIPOの半数以上がSPACであり、調達金額の総額は1,600億ドル（注1）を超えた。本年についても、IPO市場全体が減速する中で、SPACは米国におけるIPO件数の約8割を占めている（注2）。一方で、電気自動車メーカーNicolaによる投資家への虚偽説明に係る問題など、上場後に事業上の問題や誤解を招く開示等により、エンフォースメントの対象になる案件も複数生じており、SECによる監視の目が強まっていた。

SECは2022年3月30日、SPACを取り巻く一連の規則改正案「Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections」（注3）を提案した。SECは、2020年以降、SPACの構造上の懸念について、ガイダンス等を通じて投資家保護を念頭に注意喚起を行ってきた。具体的には、個人投資家に対する有名人や芸能人が関与するSPACへの安易な投資への警告（注4）や、SPACと非公開事業会社が合併（以下「De－SPAC」）を行う際に開示される将来の業績予測の法的位置づけに係る声明（注5）等を通じ、制度上の曖昧さについて指摘してきたところである。ギャリー・ゲンスラーSEC委員長は、SPACにおける投資家と企業側の情報の非対称性や、従来のIPOとの規制の差異について、かねて懸念を示しており、投資家保護の観点での開示規則の強化は急務であると考えていたとみられる。本稿では、SECにより提案された、SPACを取り巻く情報開示に関する規則改正案を概説するとともに、共和党SEC委員からの反対の立場からの意見を紹介する。

2．開示規則案の概要

3月30日に公表された規則修正案は、主に4つのポイントからなる。それぞれの具体的な内容を紹介する。

⑴ SPACの上場やDe－SPAC取引時における情報開示の充実と投資家保護の強化

・SPACスポンサーの役割、投資家との利益相反、投資家の持ち分希薄化（注6）に関する開示の強化。
・SPAC投資家に対するDe－SPAC取引の公正性に関する追加的な情報開示。
・SPACがDe－SPAC取引について、フォームS－4（注7）またはフォームF－4（注8）にてSECへの登録申請を提出する際に、被買収企業である非公開事業会社が、「共同登録者」となることを要求。
・（一定の開示要件が免除となる）小規模報告企業（smaller reporting company）であるかどうかの判定を、De－SPAC取引完了の4日以内に行われなければならない。
・1995年証券民事訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995、PSLRA法）のセーフ・ハーバー（注9）をDe－SPAC取引時の開示書類で利用できないよう、「ブランクチェックカンパニー」を再定義する。
・一定の条件を満たした場合、SPACのIPO時の引受人は、その後のDe－SPAC取引の引受人とみなすルールを導入する。

⑵ De－SPAC取引の1933年証券法上の取扱いの検討及び財務諸表開示要件の修正

・情報開示義務のあるシェル・カンパニー（注10）と非公開事業会社が関与する企業結合取引は、証券法上、シェル・カンパニーの株主に対する有価証券の売却に該当すると規則でみなすこと。
・非公開事業会社がシェル・カンパニーとの企業結合取引で要求される財務諸表と、IPOのための登録届出書で要求される財務諸表との整合性を高めること。

⑶ 将来の業績予測に関する記述の信頼性向上

・レギュレーションS－Kの10（b）項（注11）の改定案において、SEC提出書類における将来の業績予測の提示に関するガイダンスを拡大・更新し、De－SPAC取引時において、投資家が予測に関する記述の信頼性や合理的な根拠があるかどうかをより良く評価できるようにする。

⑷ 1940年投資会社法の規制とSPACとの関係の明確化

この規則案は、投資会社法におけるSPAC

の「投資会社」としての位置づけを取り上げるもの。この提案が採用された場合、以下の規則の条件を完全に遵守しているSPACは、投資会社法の下で投資会社として登録する必要がないものとする。すべてのSPACが本規則案に依拠する必要があるというわけではないが、これらの条件案は、投資会社ではないかとの疑義を生じかねないSPACとそうではないSPACとを区別する意図がある。

【SPACが投資会社として登録不要となる条件】

・資産が、現金、国債及び一部のマネーマーケット・ファンドのみで構成される。
・De－SPAC取引の完了後、存続会社となる買収企業は、主に結合のターゲットとなる被買収会社の事業に従事すること。
・SPAC上場後18か月以内にDe－SPAC取引を行い、24か月以内にDe－SPAC取引を完了させる契約を対象企業と締結していること。

3．SEC共和党委員による反対声明

SECの共和党委員であるヘスター・パース氏は、当該SPACの一連の規則改正案の公表直後に、SECのウェブサイトにて当該提案内容に対する反対声明を出している（注12）。「SECにおける2022年予算案では、先例の無いSPACブームに対処するための追加的リソースを求めているが、仮に当該提案が実現することになれば、その必要はない。」と皮肉めいた言及から始まり、「投資家の理解を促進するためではなく、むしろSPAC自体を足止めすることが意図されており、さらにSPACの構造を超えた部分の法解釈にも過度に触れているのではないか」、との疑問を呈している。それぞれの提案に関して自身の意見を述べている部分では、SECの提案が、規則の定義を変える部分があり影響がSPACに留まらないのではないかとの懸念や、本当に投資家保護に資するかについても市場参加者からの声を募りたいと述べている。最後に、10年もの間、米国における株式公開企業数が減少の一途を辿っていたのに対し、SPACによってその減少に歯止めがかかり、多くの公開企業を生み出したという事実を歓迎すべきとしており、むしろ従来のIPOにプロセスに関する改善点がないかどうかについても市場参加者からの意見を募りたいと呼びかけている。

4．おわりに

SPACブームの中で具体的な規則改正案が発出されたのは初めてである。この提案は、少なくとも2022年５月31日までパブリックコメントを受け付ける。４月４日付のBloombergの報道（注13）によると、昨年にSPACのIPO引受額が１位となったCitiグループは、今回提案された規則がもたらす潜在

的な法的リスクについてより明確になるまで、SPACのIPO引受けを一時停止するという。今回の提案の中で、「引受人」の範囲変更に伴う責任範囲の拡大は、昨今の訴訟増加(注14)の背景もあり、今後投資銀行によるSPAC及びDe－SPACの引受け業務がより慎重になる可能性があるとの指摘もなされている(注15)。ゲンスラーSEC委員長は、当該提案を支持する声明にて、アリストテレスの格言「Treat like cases alike（似たような事例は、似たように扱わねばならない）」を引用しており、SPACだけが優遇されるとも解釈できるような現在の仕組みにおける不透明性を払拭し、健全な形での上場形態としてSPACを確立させたいという意志が窺える。一方、ヘスター・パース氏の発言にもあるとおり、改正案すべてが承認されることには一定の潜在的なコストを伴う可能性は否定できないと思われる。SPACの一連の構造において、投資家及びSPAC関係者双方にとって透明性の高く公正な取引となることが望まれているなか、市場参加者からどのような意見が集まり、規則案がどのように最終化されるかについて注目が集まる。

(注１) 2018年には136億ドル、2019年には108億ドル規模であったため、２年間で約16倍の規模になったことがわかる。

(注２) 2022年３月末時点の年初来上場件数は54社、調達金額は約95億ドルに留まり、拡大ペースは鈍化している。

(注３) https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf

(注４) https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin

(注５) https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws

(注６) SPACの構造における希薄化の要因として、①スポンサーがSPAC IPO収益の25%またはDe－SPAC後のIPO株式の20%に相当する株式を得るいわゆるプロモーション、②De－SPAC時にSPAC株式を償還した株主がワラントを無償で維持できる保証、③投資銀行に対する引受け手数料の支払い等が挙げられる。SECの開示案では、これらの希薄化について、スタンフォード大学及びニューヨーク大学により2021年12月に発表された以下のワーキング・ペーパーが参照されている。
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919

(注７) 上場企業がM&Aに係る情報開示に使用される開示書類。エクスチェンジオファー（株式公開買付の際に有価証券を対価として対象会社の株式を取得すること）実施の際にも提出が求められる。

(注８) 非公開外国企業がエクスチェンジオファーや企業統合に関与する場合に重要情報を開示するための開示書類。

(注９) 将来予測に関する内容が適切な注意喚起の文言によって、将来予測であることが明記されていれば、投資家等による民事訴訟の対象にならないという要件。

(注10) 全くあるいは名目上の事業を行っていない、かつ資産は現金及び現金同等物のみで構成されるシェル・カンパニーのうち、1934年証券取引所法13条または15条d項の下で報告書を提出する義務があるもの。

(注11) レギュレーションS－Kとは、財務諸表以外の開示に関するSECの要求事項を規定している規則。10条b項には、将来の業績予想等の記述に関するSECのポリシー等が規定されている。

(注12) https://www.sec.gov/news/statement/peirce-

statement-spac-proposal-033022

(注13) https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-04-04/citi-said-to-pause-new-spac-issuance-as-sec-signals-crackdown

(注14) SPAC関連企業を相手にした投資家の集団訴訟は、20年には5件だったものが、21年には31件に増加している。https://woodruffsawyer.com/spac-notebook/spac-litigation-2021-trends/

(注15) https://www.davispolk.com/insights/client-update/sec-proposes-new-spac-rules-are-expected-significantly-reduce-spac-activity